

# EUROPE : LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN ACTION

**Le choc du Covid-19 a entraîné une réaction budgétaire significative des États membres de l'Union européenne. La récession en 2020, même si elle devrait être de courte durée, sera historique. La réponse budgétaire était donc indispensable pour éviter des conséquences économiques nettement plus profondes et durables. Les États membres ne sont pas touchés de la même façon par la crise actuelle, et l'ampleur de la réponse budgétaire apportée diffère. La réponse européenne est l'un des rares aspects positifs de cette crise. Néanmoins, rien n'est encore joué. Le niveau de risques et d'incertitudes sur les plans sanitaire et économique restera particulièrement élevé dans les prochains mois. Un accord sur le plan de relance européen est donc nécessaire et le relâchement des efforts au niveau national apparaît peu envisageable.**

La crise du Covid-19 constitue un choc économique sans précédent pour l'économie mondiale et pour celle de la zone euro. Cette dernière avait évité la récession en 2019 et certains signes de stabilisation de l'activité économique avaient émergé en fin d'année. La pandémie de Covid-19 a finalement mis un terme à la phase d'expansion de la zone euro, qui devrait enregistrer en 2020 la récession la plus profonde de sa jeune histoire.

Depuis la mi-mars 2020, la Banque centrale européenne (BCE) mène une politique monétaire particulièrement proactive et flexible afin d'éviter un durcissement des conditions de financement et d'atténuer les risques de fragmentation financière au sein de la zone euro. Cette réponse monétaire, d'une ampleur très significative, permet d'envisager une relance budgétaire plus sereinement. En effet, après quelques secousses, les spreads souverains entre les États membres (c'est-à-dire les écarts de taux d'intérêt assortis aux émissions de dette publique des différentes économies) apparaissent relativement sous contrôle, et ce malgré la forte hausse de l'endettement public anticipée cette année.

Les pays de la zone euro ont en effet activé de manière significative le levier budgétaire pour soutenir les différents agents économiques (ménages, entreprises, acteurs de la santé) pendant la crise. Une réaction européenne significative - attendue depuis longtemps - a accompagné les réponses budgétaires nationales. Ces différents plans de soutien étaient nécessaires pour préserver au mieux les capacités de production et, ainsi, assurer les meilleures conditions possibles d'un rebond économique post-crise. Quelle est la nature de cette réponse budgétaire prise par les différents États membres ? L'ampleur des plans de soutien budgétaire nationaux est-elle comparable et suffisante au regard du passé et des conséquences économiques de la pandémie ? La réponse coordonnée à l'échelle européenne, qui semble dépasser les traditionnels tabous, est-elle appropriée ? Cet article apportera des éléments de réponses à ces questions.

## Un choc économique sans précédent

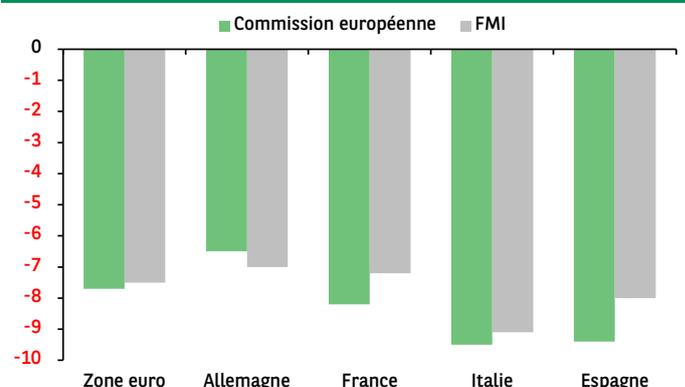
Les mesures sanitaires mises en place pour endiguer l'épidémie ont de fortes répercussions sur les économies de la zone euro à travers les canaux de l'offre, de la demande et des incertitudes. Selon certaines estimations, les mesures de confinement conduiraient à une perte instantanée d'activité de l'ordre de 30% par rapport à une situation normale (c'est-à-dire sans mesures de confinement).

Les données économiques les plus récentes nous donnent de premières indications sur l'ampleur des conséquences économiques provoquées par le choc pandémique. La crise actuelle et les mesures sanitaires compliquent toutefois la production de statistiques. Il convient donc de rester prudent à ce stade sur leur interprétation. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2020, le PIB de la zone euro a diminué de -3,6% par rapport au 4<sup>e</sup> trimestre

2019 (variations trimestrielles, t/t). Bien que la comparaison des performances économiques entre les pays membres de la zone euro reste difficile, l'Allemagne semble, pour l'heure, mieux résister que ses grands voisins européens. Le PIB allemand a baissé de 2,2% au T1 2020 contre, par exemple, -5,3% en France comme en Italie. Au 2<sup>e</sup> trimestre, la situation économique en zone euro devrait être nettement plus dégradée étant donné le temps passé en confinement. Si des premiers signes de retournement émergent, les indicateurs avancés de l'activité dont nous disposons envoient toujours un signal particulièrement négatif. Au 2<sup>nd</sup> semestre, le profil du rebond économique en zone euro reste hautement incertain. L'ampleur du rattrapage de l'activité perdue pourrait être moindre qu'anticipé initialement. La BCE a récemment souligné que dans le pire des scénarios, le PIB réel pourrait baisser de 12% en 2020 et rester inférieur à son niveau d'avant-crise pendant plusieurs années.

Selon les dernières prévisions de la Commission européenne (CE) et du Fonds monétaire international (FMI), le PIB réel de la zone euro se contracterait de l'ordre de 7,5% en 2020 avant de se redresser en 2021. Lors de la crise économique et financière de 2008-2009, la contraction de l'activité en zone euro avait été moindre. La récession actuelle pourrait toutefois être de plus courte durée en l'absence de crise dans la sphère bancaire et financière et d'effondrement du commerce international, deux caractéristiques de la crise de 2009. L'ensemble des États membres de la zone euro afficheront une contraction sensible du PIB en 2020 (cf. graphique 1). L'ampleur de la baisse diffèrera selon les pays et dépendra notamment des mesures sanitaires (durée du confinement et contraintes plus ou moins strictes) mises en place pour endiguer l'épidémie ainsi que du soutien budgétaire.

### PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB RÉEL POUR L'ANNÉE 2020



GRAPHIQUE 1

SOURCES : WEO FMI, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



## Un soutien significatif au niveau national...

### Une réponse budgétaire rapide des États membres

Face au choc pandémique, les États membres de la zone euro ont réagi relativement vite, et dans des ampleurs conséquentes, en activant le levier budgétaire. En agissant comme stabilisateur macroéconomique, la réponse budgétaire des États membres à la crise du Covid-19 a pour objectif le maintien de capacités de production (limitation du risque de faillites d'entreprises et de hausse des licenciements) afin d'assurer une reprise vigoureuse post-crise.

Les gouvernements sont intervenus par le biais de trois instruments budgétaires principaux. D'abord une impulsion budgétaire immédiate, ou directe, qui a pris la forme d'un recours assez large à des dispositifs d'activité partielle<sup>1</sup>, de versements de subventions, ou d'annulation d'impôts ou de cotisations sociales. Un soutien, ensuite, à la trésorerie des entreprises et des ménages, avec par exemple des reports de paiements fiscaux ou sociaux. Enfin, des provisions de liquidité à l'aide, en particulier, de garanties de prêts de trésorerie pour les entreprises.

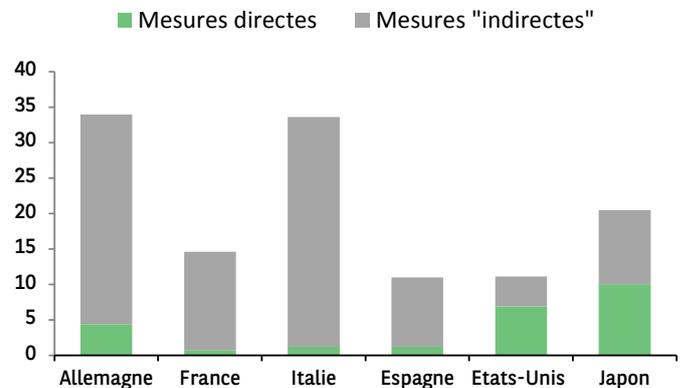
L'ensemble de ces mesures, quelle que soit leur nature, constitue un soutien à l'activité de la zone euro. Néanmoins, ces mesures n'ont pas toutes les mêmes effets sur les finances publiques.

Dans cet article, nous ferons systématiquement la distinction entre les mesures dites « directes », qui ont un impact budgétaire immédiat, et les mesures de liquidité, dites « indirectes ». Cette distinction est faite par la plupart des organismes internationaux dans leurs travaux récents sur l'impact de la crise du Covid-19 sur le PIB et sur les finances publiques des États membres de la zone euro. Le financement des mesures d'activité partielle constitue une dépense publique immédiate. D'un autre côté, dans le cas, par exemple, d'un prêt garanti par l'État, la dette publique sera affectée uniquement en cas d'appel de cette garantie, si le crédit n'est pas honoré par l'entreprise concernée.

S'agissant des mesures directes, l'une des plus emblématiques est le recours quasi-généralisé de l'ensemble des États membres aux dispositifs d'activité partielle (plus connus sous le nom de « chômage partiel » en France ou « Kurzarbeit » en Allemagne). Ces dispositifs apparaissent pertinents dans le contexte actuel<sup>2</sup> et leur mise en place s'appuie sur des précédents historiques récents. Lors de la grande récession de 2008-2009, l'Allemagne en particulier avait très largement mobilisé cet outil de sauvegarde de l'emploi. Alors que le PIB allemand avait chuté de 5,6% en 2009, l'emploi avait montré une résilience certaine et le taux de chômage allemand était resté sous contrôle. La France, dont le recours à l'activité partielle avait été moindre, a quant à elle pâti d'une hausse durable du chômage, malgré une récession de moindre ampleur. Il convient de souligner que si un nombre importants de pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne, Belgique, etc.) ont recours à l'activité partielle, les conditions assorties peuvent varier d'une législation à l'autre.

La mobilisation des outils budgétaires est d'une ampleur inégale entre les États membres de la zone euro et le type d'instruments utilisés diffère (mesures directes ou de liquidité)<sup>3</sup>. Les mesures directes ont globalement représenté une portion minoritaire du soutien budgétaire des grands États membres à leur économie (cf. graphique 2).

### RÉPONSE BUDGÉTAIRE (EN % DES PIB NATIONAUX)

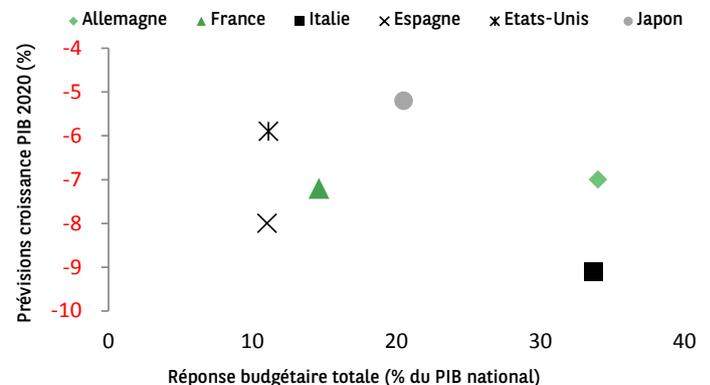


GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI FISCAL MONITOR APRIL 2020

Note : Les mesures retenues ici sont issues du dernier Fiscal Monitor du FMI. Seules les mesures prises jusqu'au 6 avril 2020 apparaissent.

### RÉPONSE BUDGÉTAIRE ET CROISSANCE EN 2020



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FMI, WEO ET FISCAL MONITOR

Au-delà de l'activité partielle, les économies de la zone euro ont notamment apporté un soutien aux petites et moyennes entreprises, par le biais de transferts directs, ainsi qu'aux autoentrepreneurs. Des hausses de dépenses publiques de santé, avec l'acquisition de matériel médical, ont également été opérées. À l'inverse, les États-Unis et le Japon semblent avoir davantage mis l'accent sur les mesures directes.

<sup>1</sup> Les dispositifs d'activité partielle permettent aux entreprises qui font face à des difficultés conjoncturelles de réduire le volume d'heures travaillées de leurs employés. Ces derniers reçoivent une compensation qui peut être intégralement financée par les pouvoirs publics.

<sup>2</sup> C. Berson et al., *L'activité partielle, un outil précieux en temps de crise*, Bloc-notés Eco, Banque de France, avril 2020.

<sup>3</sup> La classification par type d'instrument budgétaire dépend de choix méthodologiques et peut donc varier d'une analyse à une autre. Par exemple, certaines analyses peuvent retenir une partie des reports de paiements d'impôt comme une annulation, et donc une dépense directe, quand d'autres ne retiendront que des reports. De plus, depuis la rédaction de cet article, d'autres mesures budgétaires ont été annoncées par les gouvernements des États membres de la zone euro.



Au Japon, ces mesures ont pris notamment la forme de distribution d'argent direct aux ménages les plus affectés par la crise sanitaire. L'Allemagne et l'Italie, quant à elles, ont mis en place des mesures de garanties publiques massives pour limiter les risques de refinancement des entreprises privées non financières.

Afin de compenser la perte d'activité liée aux mesures sanitaires (rappelez qu'en période de confinement, cette perte est de l'ordre de 30% par rapport à une situation normale), le soutien budgétaire devrait être a priori proportionnel à cette perte. On pourrait alors penser que les pays économiquement les plus touchés bénéficieraient d'un soutien public plus massif que les pays qui le sont moins. Or, au regard de l'ensemble des mesures budgétaires décidées (directes et indirectes), ce n'est pas systématiquement ce que l'on observe. L'Allemagne, comme le Japon, adoptent par exemple des mesures budgétaires plus importantes que l'Espagne, alors même que le choc économique serait moins rude.

### Forte expansion budgétaire en 2020

Selon les dernières prévisions de la Commission européenne<sup>4</sup>, le déficit public en zone euro devrait très sensiblement se dégrader pour atteindre -8,5% du PIB en 2020 après -0,6% en 2019. Le solde public de la zone euro était en quasi-constante amélioration depuis 2010-2011 et la crise des dettes souveraines ; le solde public primaire (c'est-à-dire corrigé des charges d'intérêt) est même excédentaire depuis 2014.

La dynamique du déficit public de la zone euro en 2020 reflète le jeu des stabilisateurs automatiques et des mesures budgétaires directes adoptées par les gouvernements dont nous avons parlé dans la partie précédente. Le déficit est quasi-essentiellement affecté par l'évolution des dépenses publiques. Le ratio de dépenses publiques sur le PIB progresserait nettement, de 8 points de PIB (à 55,2% du PIB) sous l'effet des mesures discrétionnaires prises et de la contraction du PIB nominal. Les prestations sociales (en espèces) seraient en hausse sensible (en lien notamment avec les mesures d'activité partielle) tout comme la consommation publique et les subventions. L'investissement public ne progresserait que légèrement. Enfin, le taux de prélèvements obligatoires (prélèvements obligatoires/PIB) serait quasiment stable.

Dans un contexte de chute de l'activité plus marquée, la hausse du ratio de dépenses publiques sur PIB devrait être également plus prononcée aujourd'hui qu'elle ne l'a été lors de la crise de 2008-2009. Ce constat se vérifie en zone euro (hausse du ratio de 8,1 points en 2020 contre +4,1 points en 2009), mais également dans les États membres, en Italie (+10,4 points contre +3,3), en Allemagne (+8,8 points contre +4,0) et, dans une moindre mesure, en France (+7,2 points contre +3,9).

La politique budgétaire de la zone euro sera très expansionniste en 2020. La variation du solde structurel primaire (corrigé des charges d'intérêt), ou ajustement structurel primaire (cf. encadré), est une mesure souvent utilisée pour déterminer l'impulsion de la politique budgétaire. L'ajustement structurel primaire de la zone euro en 2020 serait de -3,25 points de PIB potentiel selon la Commission européenne.

Cette dynamique d'assouplissement budgétaire apparaît très marquée au regard du passé et partagée par la plupart des pays membres de la zone euro. L'assouplissement de la politique budgétaire en Allemagne et en Italie est particulièrement fort en 2020. Ces deux pays affichent habituellement un excédent structurel primaire, qui devrait donc nettement se dégrader, au moins temporairement.

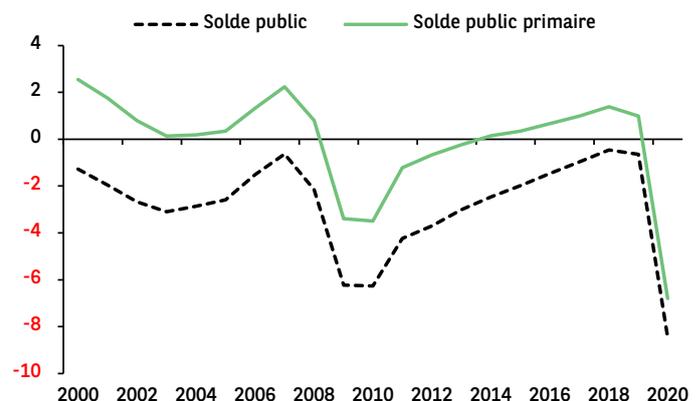
### Solde public, solde structurel et ajustement structurel

Le solde des administrations publiques (ou « solde public ») correspond à la différence entre le niveau des recettes publiques et celui des dépenses publiques. Le solde public est constitué d'une composante conjoncturelle (« solde conjoncturel ») et d'une composante sous-jacente (« solde structurel »). La variation du solde conjoncturel est influencée par des facteurs conjoncturels, et habituellement calculée à partir de la position de l'économie dans le cycle (écart de production). Le solde structurel peut alors être obtenu en retranchant le solde conjoncturel du solde public.

Dans le cadre de cet article, c'est davantage la composante structurelle du solde public qui nous intéresse. Plus exactement, la question de la variation du solde structurel, c'est-à-dire l'ajustement structurel, est déterminante car elle définit l'orientation de la politique budgétaire (expansionniste ou non). La variation du solde structurel est constituée d'une composante discrétionnaire (effort structurel) et d'une composante non discrétionnaire :

1. L'effort structurel (ou composante discrétionnaire) se décompose en un effort en recettes et un effort en dépenses. L'effort en recettes est estimé à partir des mesures nouvelles en prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales) décidées par les administrations publiques. L'effort en dépenses compare la variation effective des dépenses publiques à une situation de référence, dite « contrefactuelle ». Souvent, est retenue comme situation de référence la croissance potentielle. L'effort en dépenses dépend donc du différentiel de croissance entre les dépenses publiques et la croissance potentielle. Si les dépenses publiques augmentent plus vite que le PIB potentiel, les finances publiques se dégradent.
2. La composante non discrétionnaire recouvre les recettes publiques hors prélèvements obligatoires (dividendes par exemple) ainsi que des effets d'élasticité des prélèvements obligatoires par rapport au PIB.

### ZONE EURO : SOLDE PUBLIC ET SOLDE PUBLIC PRIMAIRE (% DU PIB)



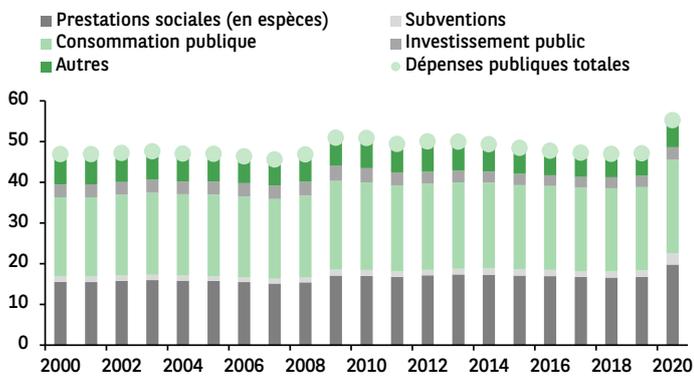
GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

<sup>4</sup> European Economic Forecast, Spring 2020, Commission européenne, mai 2020



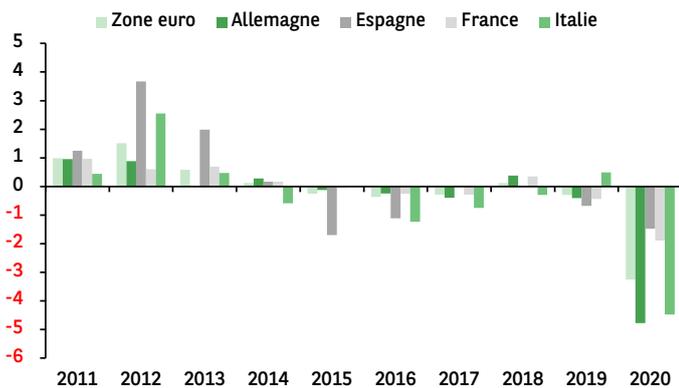
## ZONE EURO : ÉVOLUTION DU RATIO DÉPENSES PUBLIQUES SUR PIB ET CONTRIBUTIONS



GRAPHIQUE 5

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

## VARIATION DU SOLDE STRUCTUREL PRIMAIRE (EN PT DE PIB POTENTIEL)



GRAPHIQUE 6

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

## ... combinée à une réaction européenne longtemps attendue

### Une réponse initiale encourageante

L'Europe semble aujourd'hui davantage proactive et contracyclique qu'elle ne l'était par le passé. Trop contraintes par les règles budgétaires européennes, les finances publiques des États membres n'ont rempli pleinement leur fonction de stabilisation macroéconomique lors des crises précédentes. Au lendemain de la crise des dettes souveraines par exemple, la politique budgétaire de nombreux pays, en particulier ceux contraints par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), a été restrictive au regard de leur situation économique encore dégradée<sup>5</sup>.

Un resserrement budgétaire trop rapide pèse longtemps sur la dynamique de l'activité et limite tout rattrapage. Cette situation devra être évitée au lendemain de la crise du Covid-19.

La réaction européenne dans la crise actuelle marque à ce titre une évolution certaine. D'abord, les règles budgétaires ont été assouplies. Les ministres des Finances, avec la Commission européenne (CE), ont décidé que les conditions relatives à la « clause de sauvegarde générale » (*general escape clause*) étaient remplies. Cette clause permet de dévier de certaines limites fixées par les volets préventif et correctif<sup>6</sup> du PSC en cas, notamment, de retournement économique sévère dans l'Union européenne (UE) ou en zone euro. Cette plus grande flexibilité des règles budgétaires européennes est une nécessité compte tenu du choc économique causé par la pandémie. Une hausse sensible de la dette publique est anticipée (elle devrait atteindre 102,7% du PIB en zone euro en 2020 après 86% en 2019), mais les risques à court terme en termes de remontée des taux longs et d'écartement des spreads par rapport à l'Allemagne sont atténués par la réponse massive apportée par la Banque centrale européenne (BCE). Dans la foulée de cette décision relative à la clause de sauvegarde générale, une proposition d'investissement de l'ordre de EUR 32 mds (dans le cadre du budget de l'Union européenne), visant à répondre aux conséquences économiques de la pandémie, a été approuvée par le Parlement européen et mise en œuvre tout début avril. Ce montant est relativement faible (0,2% du PIB de 2019 de l'UE) et ce début de réponse européenne apparaissait timide. La réunion de l'Eurogroupe (les ministres des Finances des États membres de la zone euro) du 9 avril a apporté de nouveaux éléments encourageants et avancé de multiples instruments pour répondre à la crise.

Les instruments additionnels proposés par l'Eurogroupe<sup>7</sup> pour faire face à la crise, d'un montant de EUR 540 mds (soit environ 4,5% du PIB de la zone euro), sont de nature différentes mais ciblent globalement les conséquences de la crise actuelle, ciblage à même d'éviter des questions d'aléa moral et, ainsi, le blocage par certains États membres. D'abord, une ligne budgétaire (*Pandemic Crisis Support*), dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité (MES) et spécifiquement consacrée à la gestion de la crise du Covid-19, est activée. Cette ligne, sans conditionnalité stricte - ce point est essentiel -, s'élèverait à EUR 240 mds (ce qui, pour chaque État, correspond à 2% du PIB).

L'efficacité de cette mesure reste incertaine et dépendra du taux de recours des États membres à cette ligne de prêt. Le recours sera d'autant plus important que le différentiel de taux entre ceux du marché et ceux proposés par le MES est important<sup>8</sup>. Le recours au MES est intéressant pour un État si cet écart de taux est positif. Par ailleurs, les prêts octroyés dans le cadre de cette ligne auraient une maturité moyenne de maximum de 10 ans, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que cette ligne est explicitement liée au Covid-19.

Parmi les autres éléments marquants proposés par l'Eurogroupe, on retrouve la mise en place, temporaire, du dispositif SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). Il s'agit d'une assistance financière le temps de la crise sous forme de prêts accordés par l'Union européenne aux États membres à des conditions favorables. Ces prêts visent à répondre à la hausse du chômage et au recours accru aux dispositifs d'activité partielle et, ainsi, aux transferts sociaux afférents. Le montant global est de l'ordre de EUR 100 mds, au maximum issu du budget de l'UE. Comme indiqué par la Commission

5 A. Bénassy-Quéré et al., *Quelle union budgétaire pour la zone euro ?*, Conseil d'Analyse Économique, Février 2016

6 Le volet préventif du PSC concerne la trajectoire de déficit budgétaire structurel (Objectif à Moyen Terme, OMT) tandis que le volet correctif prévoit l'adoption de mesures en cas de dépassement des valeurs de référence pour la dette et le déficit public (60% du PIB et 3% du PIB).

7 Ces mesures ont par la suite été approuvées par le Conseil européen.

8 J. Creel et al., *Les milliards comme s'il en pleuvait*, OFCE Le Blog, avril 2020



européenne, cet instrument temporaire peut être considéré comme un mécanisme d'urgence de réassurance chômage au niveau européen pour répondre à la crise actuelle<sup>9</sup>. Il s'agit donc d'une avancée intéressante vers une plus forte solidarité en Europe. Cette avancée ne doit toutefois pas dispenser les dirigeants européens de réfléchir à un véritable mécanisme supranational de stabilisation automatique<sup>10</sup>. Le montant alloué à ce programme, EUR 100 mds, est crucial. Ce montant, s'il apparaissait suffisant pour répondre à la détérioration massive et brutale du marché du travail pendant la période de confinement, pourrait nécessiter d'être augmenté post-confinement pour assurer une reprise robuste. La hausse du chômage dans les prochains mois est en effet inévitable.

Enfin, la réunion d'avril de l'Eurogroupe a renforcé le rôle de la Banque européenne d'investissement (BEI), via la création d'un bouclier paneuropéen pour garantir EUR 200 milliards de prêts, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME). La chute de la demande adressée à certaines entreprises, sans forcément créer un risque de solvabilité, conduit à une hausse des besoins de liquidité auxquels ne peuvent répondre les banques, elles-mêmes sous pression. Le maintien de ces entreprises, et donc de capacités productives, est essentiel au rebond économique et au potentiel de production à moyen terme.

### Émission de dette européenne : une avancée remarquable

Après l'accord de principe trouvé par les chefs d'États et de gouvernements lors du Conseil européen du 23 avril 2020, la Commission européenne a formulé ses propositions concernant le futur fonds de relance (*Recovery Fund*). Ce fonds serait doté de EUR 750 mds, soit un montant supérieur à celui proposé par la chancelière allemande, Angela Merkel et le président français, Emmanuel Macron. Il s'agit d'une avancée remarquable qui va au-delà du budget européen, celui-ci ne tenant pas compte de l'état de la conjoncture économique. Le financement du fonds est basé sur une émission de dette sur les marchés financiers au nom de l'Union européenne plutôt que sur une contribution additionnelle des États membres. Cette dette collective sera souscrite sur une longue maturité. Le plan global comprend une part conséquente de transferts (EUR 500 mds), soit environ 3,5% du PIB de l'UE à 27 pays. Ces transferts seront versés au cours des premières années du prochain budget de l'UE, entre 2021 et 2024, et ne devront pas être remboursés individuellement. Les EUR 250 mds restants seront distribués sous forme de prêts aux États membres. Les fonds mobilisés seront investis selon trois piliers : 1/ soutien aux États membres en matière d'investissements et de réformes ; 2/ relance de l'économie de l'Union en soutenant la solvabilité des entreprises et en stimulant l'investissement privé ; 3/ initiatives en matière de santé. Cette proposition est ambitieuse par la priorité donnée à la préparation de l'avenir, c'est-à-dire à la transition vers la neutralité climatique et la transition numérique. Les investissements bien fléchés d'aujourd'hui auront pour effet de soutenir la croissance à court terme mais aussi de mieux préparer l'UE à faire face aux défis à venir. L'accès au financement est laissé à l'initiative de chaque État membre, c'est-à-dire à leur libre arbitre. Chaque État membre devra présenter un plan national « pour la reprise et la résilience », compatible avec les stratégies à long terme de l'UE, et définir des étapes en vue d'atteindre les objectifs fixés.

Après examen de ces plans avec la Commission dans le cadre du Semestre européen, les États membres auront accès à un financement. Cette proposition de fonds de relance, si elle est acceptée par l'ensemble des autres États membres, ne fera pas de l'Europe une union budgétaire. Elle envoie toutefois un signal favorable aux investisseurs : l'Europe est capable d'apporter une réponse commune en cas de crise économique sévère<sup>11</sup>. Les négociations s'annoncent difficiles, certains pays ayant déjà fait entendre leur réserve concernant cet instrument. L'Autriche, le Danemark, les Pays-Bas et la Suède ont indiqué qu'ils n'accepteraient pas de mesures qui impliqueraient une mutualisation de dette et une hausse substantielle du budget européen. Il est difficile d'imaginer un échec mais comme un accord est nécessaire à l'unanimité, les négociations risquent d'être longues et il faut espérer qu'elles ne conduisent pas à une nette dilution de l'impact économique du plan.

\*\*\*

L'épidémie semble être davantage sous contrôle dans de nombreux pays européens. Les conséquences économiques sont, de leur côté, toujours incertaines, et la plupart des analyses tablent désormais sur un rebond de l'activité sensiblement plus timide qu'anticipé. Jusqu'ici le soutien apporté par l'Europe et les gouvernements a été à la hauteur de l'ampleur de la crise. Rien n'est joué cependant. Le risque de voir une hausse marquée du chômage et des faillites d'entreprises est particulièrement fort, des plans de relance nationaux ambitieux sont dans ce contexte attendus rapidement. Au niveau européen, la proposition de Recovery Fund devra également être matérialisée et mise en œuvre, sans attendre.

Achévé de rédiger le 15 juin 2020

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

<sup>9</sup> Règlement du Conseil, portant création d'un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) à la suite de la pandémie de COVID-19, Commission européenne, avril 2020  
<sup>10</sup> F. Vandenbroucke et al., The European Commission's SURE initiative and euro area unemployment re-insurance, avril 2020  
<sup>11</sup> C. Odendahl et al., The recovery fund faces a tricky passage, Centre for European Reform, juin 2020



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : Le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : Le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : Le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>  
© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

voir le site des études économiques

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

voir la page linkedin des études économiques

OU TWITTER

voir la page twitter des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet :

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change